

有色金属2月周报（2.12—2.16）

投资建议： 强于大市（维持）
 上次建议： 强于大市

近期金银比为何持续高位运行？

► 近期金银走势为何明显分化？

2023年12月以来，国内外金银比值持续上行。美国经济数据超预期、市场对美联储首次降息时点从3月推迟至6月，金银表现疲弱。白银表现弱于黄金，从而推升金银比值，COMEX与SHFE金银比值分别自80.8/77.0上行至89.4/83.0（截至2024/2/14）。

► 金银比值中枢为何持续上移？

复盘金银比值历史走势，我们发现，中枢呈现不断上移。主要是由于黄金以金融属性为主，近10年工业需求占比均值不足10%；白银则以工业属性为主，近10年工业需求占比均值超过50%。经济增速放缓或外部风险事件冲击阶段，白银表现弱于黄金，金银比值趋于上行；反之，政策宽松或经济扩张阶段，白银表现则强于黄金，金银比值趋于下行。

► 未来金银比值如何演绎？

白银传统需求正逐渐萎缩，光伏领域应用异军突起。2023年全球光伏领域耗银超5000吨，占比达14%。根据集邦咨询预计，2024年全球光伏新增装机量中性预期为474GW，同比增长16%，从而拉动白银需求。白银整体跟随黄金走势，但波动幅度更大。美联储货币政策进入降息周期，全球低库存现状，使得白银价格具备更大向上弹性，金银比有望阶段性回落。

► 投资建议

我们认为，白银价格存在较强补涨需求，重点关注银泰黄金（000975）。公司白银产量大，生产成本低。2022年生产白银190.74吨，合并摊销后生产成本1.83元/克。2023年白银均价5.522元/克，同比上涨15.6%，进一步增厚公司利润。

风险提示：美国经济表现超预期、美联储鹰派政策立场超预期、光伏行业发展不及预期等。

相对大盘走势



作者

分析师：丁士涛
 执业证书编号：S0590523090001
 邮箱：dingsht@glsc.com.cn
 分析师：刘依然
 执业证书编号：S0590523110010
 邮箱：liuyr@glsc.com.cn

联系人：胡章胜
 邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

相关报告

1、《有色金属：铝：行业格局稳定，关注上游及高股息标的》2024.02.07
 2、《有色金属：稀土基本面有望改善，积极布局产业链核心资产》2024.02.03

正文目录

1. 近期金银走势为何明显分化?	3
2. 金银比值中枢为何持续上移?	5
3. 未来金银比值如何演绎?	6
4. 风险提示	8

图表目录

图表 1: 美国连续两个月新增非农就业人数超 30 万人.....	3
图表 2: 美国 1 月 CPI3.1%, 核心 CPI3.9%	3
图表 3: 2024 年 1 月制造业与服务业 PMI 双双反弹.....	3
图表 4: 美国 2023Q4GDP 环比折年率增长 3.3% (%)	3
图表 5: 2023 年 12 月议息会议利率点阵图.....	4
图表 6: 2023 年 12 月议息会议经济预测.....	4
图表 7: 美联储 3 月政策预期变化	4
图表 8: 美联储 5 月政策预期变化	4
图表 9: 美联储 6 月政策预期变化	4
图表 10: 2024 年来美元指数与美债收益率齐反弹.....	4
图表 11: 2023 年 12 月以来金银价格走势 (美元/盎司)	5
图表 12: 2023 年 12 月以来国内外金银比价走势.....	5
图表 13: 全球黄金需求结构 (2023 年)	5
图表 14: 全球白银需求结构 (2023 年)	5
图表 15: 近 10 年黄金工业需求占比均值不足 10%.....	6
图表 16: 近 10 年白银工业需求占比均值超 50%.....	6
图表 17: 金银比值中枢震荡上移	6
图表 18: 美国联邦基金利率	6
图表 19: 硅太阳能电池发电原理	7
图表 20: 光伏用银量快速上升	7
图表 21: 全球光伏装机容量预测	7
图表 22: 2022 年各技术路线电池的正银耗量 (mg/片)	7
图表 23: 金银走势基本同步	7
图表 24: 2021 年来交易所白银库存持续下降.....	7

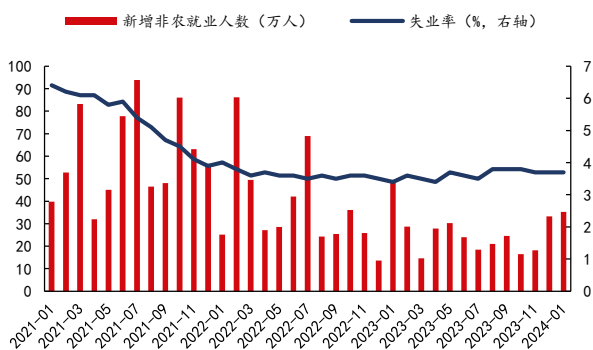
1. 近期金银走势为何明显分化？

2023年12月来金银价格下跌。截至2024/2/14，COMEX黄金与白银期货主力合约分别收于2005/22.425美元/盎司，较2023/11/30收盘分别下跌2.5%/12.7%。

美国经济数据超预期。2023年12月来公布的主要经济数据显示，1月新增非农35.3万人，失业率3.7%；1月CPI同比3.1%，环比0.3%；核心CPI同比3.9%，环比0.4%；制造业PMI49.1，服务业PMI53.4；2023Q4GDP环比增长3.3%，均超预期。

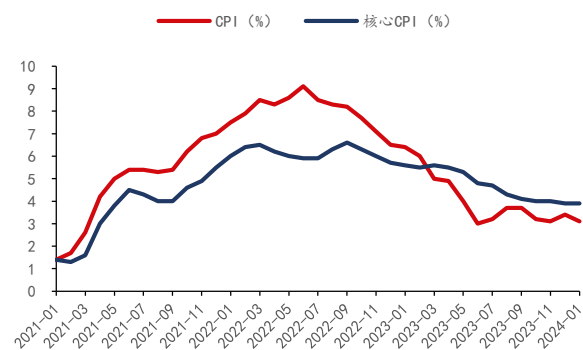
美联储降息预期调整。2023年12月14日，美联储公布利率决议，维持基准利率不变。将2024年GDP、失业率与核心PCE由前值2.6%/3.8%/2.8%分别调整为1.4%/4.1%/2.4%。主席鲍威尔表示，尽管不排除适当时候进一步加息的可能性，但相信利率可能已经达到或接近峰值。同时美联储正在思考、讨论何时降息合适，降息已开始进入视野。利率点阵图显示，共有11位官员预计2024年基准利率目标区间会在4.5%-4.75%及以下，对应三次降息。受此影响，市场预期3月份开启降息的概率一度接近80%。但由于随后公布的一系列经济数据普遍好于预期，特别是通胀与就业超出市场预期，表明经济仍具备较强韧性。多名美联储官员发表讲话，给激进的降息预期降温。**2024年2月1日**，美联储公布利率决议，维持基准利率不变。主席鲍威尔表示，利率可能处于本轮周期的峰值，但还需更多证据证明通胀已被遏制，多数委员预计今年可能降息多次，但并不认为3月就会启动降息，并计划3月份开始讨论资产负债表问题。随后，市场预期3月份降息概率持续下降。

图表1：美国连续两个月新增非农就业人数超30万人



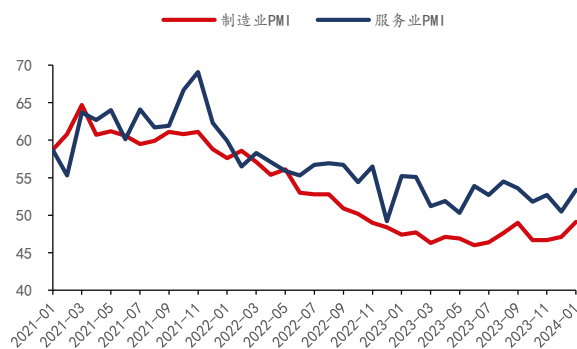
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表2：美国1月CPI 3.1%，核心CPI 3.9%



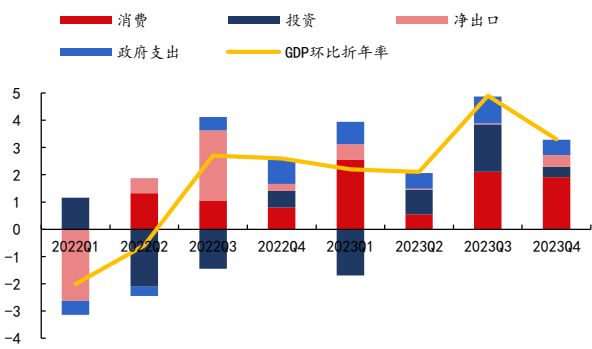
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：2024年1月制造业与服务业PMI双双反弹



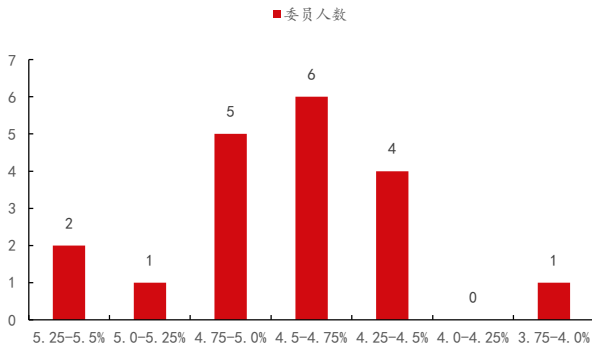
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：美国2023Q4GDP环比折年率增长3.3%（%）



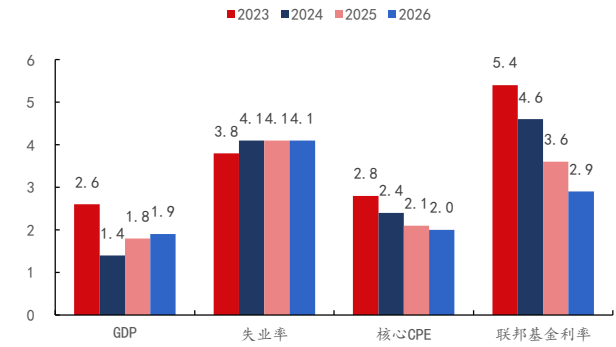
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：2023年12月议息会议利率点阵图



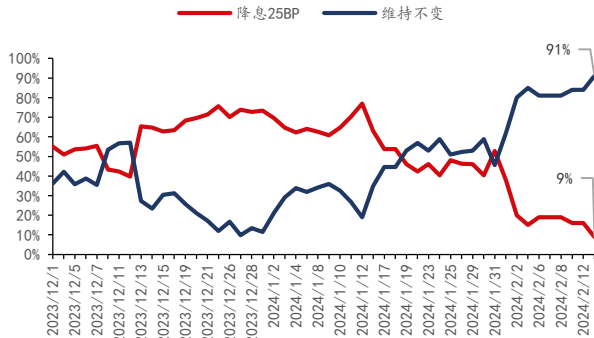
资料来源：美联储，国联证券研究所

图表6：2023年12月议息会议经济预测



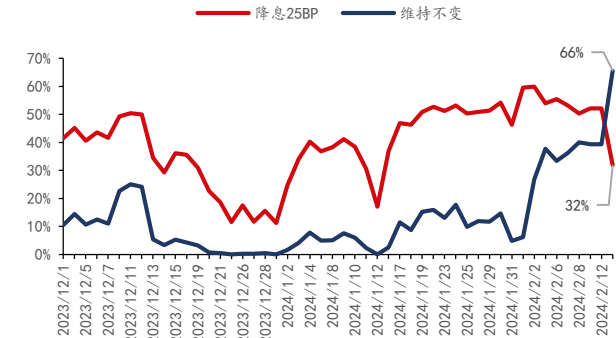
资料来源：美联储，国联证券研究所

图表7：美联储3月政策预期变化



资料来源：CME，国联证券研究所（注：数据截至2024/2/13）

图表8：美联储5月政策预期变化



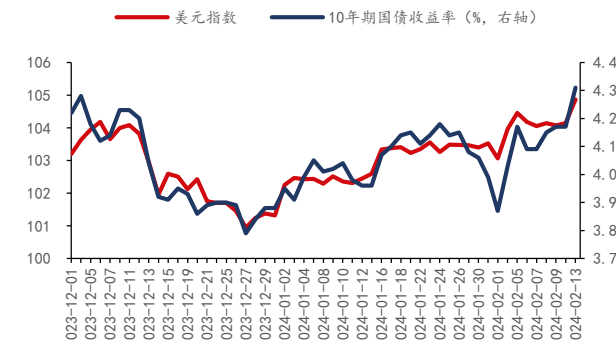
资料来源：CME，国联证券研究所（注：数据截至2024/2/13）

图表9：美联储6月政策预期变化



资料来源：CME，国联证券研究所（注：数据截至2024/2/13）

图表10：2024年来美元指数与美债收益率齐反弹



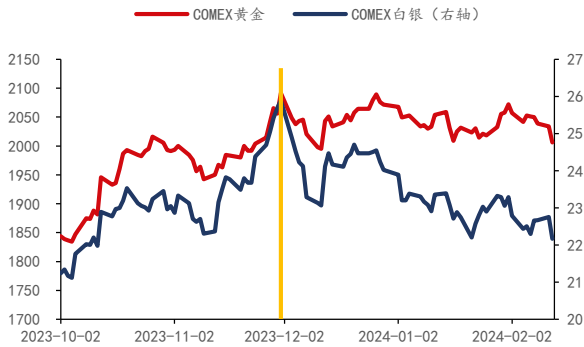
资料来源：Wind，国联证券研究所（注：数据截至2024/2/13）

金银表现疲弱，白银跌幅更大。受强劲美国经济数据特别是1月CPI超预期的影响，市场预期美联储首次降息的时点可能推迟至6月，美元指数与美债收益率齐反弹，压制金银价格。白银与黄金同属贵金属，一方面跟随金价下跌，另一方面由于美联储紧缩货币政策可能持续更长时间，加大经济放缓压力，从而抑制白银需求。

白银相对更弱，驱动金银比持续走高。2023年12月以来，金银双双下跌。白银跌幅大于黄金，从而驱动金银比持续走高。COMEX黄金/白银期货主力合约自80.8最

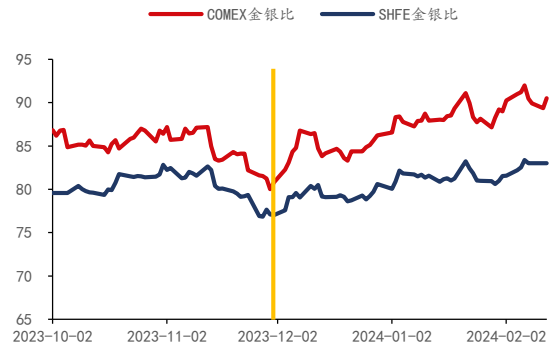
高上行至 92.0，上海期货交易所 SHFE 黄金/白银期货主力合约自 77.0 最高上行至 83.4 (2024/2/7)。截至 2024/2/14 收盘，两者分别为 89.4/83.0，仍持续高位运行。

图表11：2023年12月以来金银价格走势（美元/盎司）



资料来源：Wind，国联证券研究所（注：数据截至 2024/2/13）

图表12：2023年12月以来国内外金银比价走势



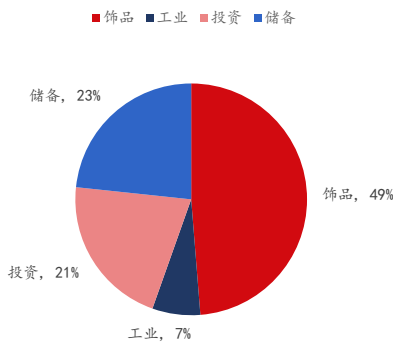
资料来源：Wind，国联证券研究所（注：数据截至 2024/2/13）

2. 金银比值中枢为何持续上移？

黄金以金融属性为主，白银工业属性为主。黄金由于天然稀缺性以及良好的自然属性，历史上曾长时间作为法定货币。在布雷顿森林体系解体后，黄金逐渐退出历史舞台。但在信用货币体系下，黄金仍保留部分货币职能。白银具有良好的导电导热性能、良好的柔韧性、延展性和反射性等，主要应用于电子电气、摄影、太阳能、医学等领域以及首饰、银器和银币的制作。白银的多功能性使得它在大多数行业中的应用不可替代，特别是需要高可靠性、更高精度和安全性的高技术行业。白银在电子行业中得到广泛应用，尤其在导体、开关、触点和保险丝上。白银还可用于厚膜浆料，网孔状和结晶状的白银可以作为化学反应的催化剂。

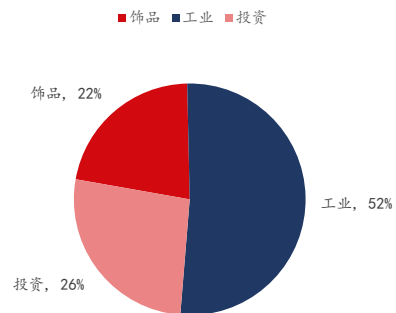
黄金需求由黄金饰品需求、工业用金需求、投资用金需求、央行储备需求四大类构成。2023年，全球黄金饰品需求占比 49%；工业用金需求占比 7%；投资用金需求占比 21%；央行储备需求占比 23%。白银需求由饰品需求、工业需求与投资需求三大类构成。2023年，全球白银工业需求占比 52%，投资用银需求 26%，饰品需求 22%。

图表13：全球黄金需求结构（2023年）



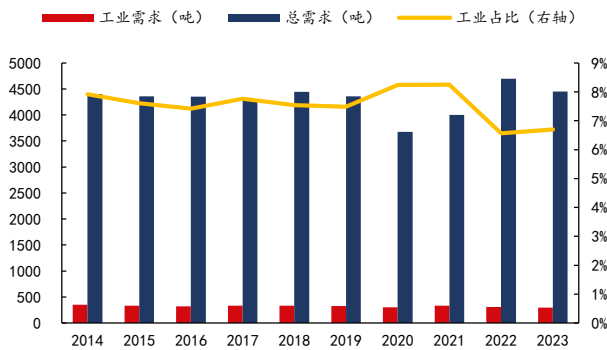
资料来源：世界黄金协会，国联证券研究所

图表14：全球白银需求结构（2023年）



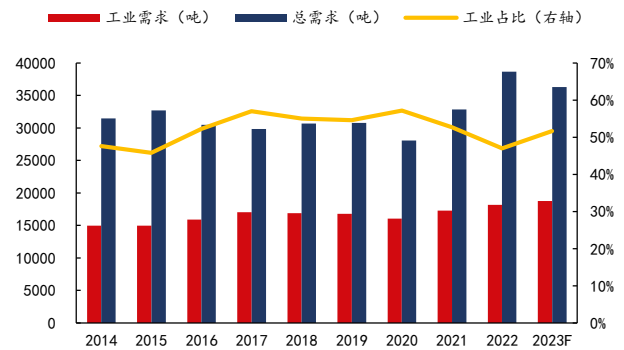
资料来源：世界白银协会，国联证券研究所

图表15: 近10年黄金工业需求占比均值不足10%



资料来源: 世界黄金协会, 国联证券研究所

图表16: 近10年白银工业需求占比均值超50%



资料来源: 世界白银协会, 国联证券研究所

金银比值中枢震荡上移。复盘金银比值历史走势,基本可分为三个阶段。第一阶段:1968-1990年,金银比值上涨,主要驱动因素是中东地区战争引发的避险以及美联储为应对通胀采取的激进加息政策,使得白银表现弱于黄金;第二阶段:1991-2010年,金银比值下跌,主要驱动因素是全球经济增长以及国际金融危机之后美联储降息以及量化宽松等,白银表现强于黄金;第三阶段:2011-至今,金银比值上涨。主要驱动因素包括欧债危机、英国脱欧、中美贸易摩擦、新冠疫情等事件冲击,以及疫后美联储为应对通胀激进加息等,使得白银表现弱于黄金。

图表17: 金银比值中枢震荡上移



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表18: 美国联邦基金利率

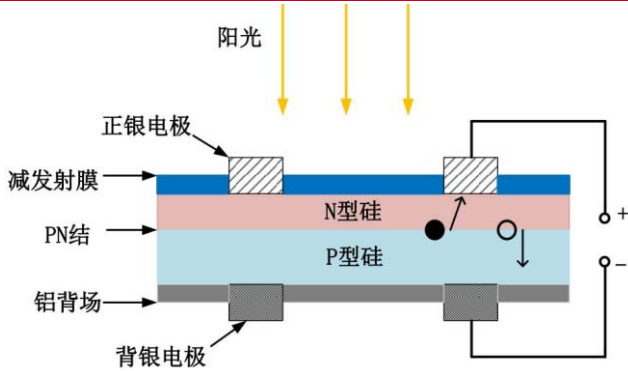


资料来源: 圣路易斯联储, 国联证券研究所

3. 未来金银比值如何演绎?

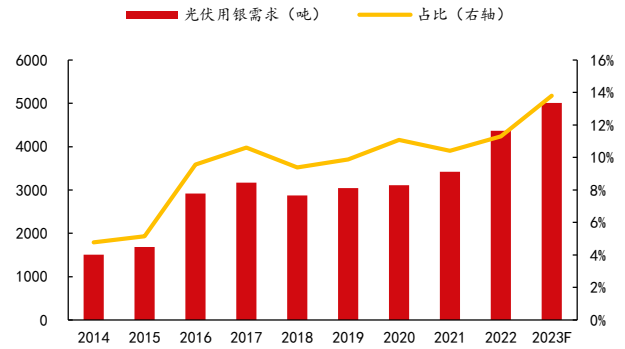
光伏用银需求异军突起。由于传统化石能源的不可再生性、易引发的环境污染以及气候变化等因素,可再生能源愈发受到各个国家的高度重视,太阳能光伏发电以其分布广泛、资源丰富为世界各国重点关注。光伏银浆是制备太阳能电池金属电极的核心材料。由硅片、钝化膜和金属电极组成,两端电极是通过丝网印刷工艺将光伏银浆分别印刷在硅片的两面,烘干后经过烧结而形成。目前电池银浆分为高温银浆和低温银浆两种。P型电池和TOPCon电池使用高温银浆,HJT电池使用低温银浆。根据世界白银协会数据,2014-2023年,全球光伏用银量CAGR达14.3%,占白银总需求的比例也从5%上涨至14%。根据集邦咨询预计,2024年全球光伏新增装机量的中性预期为474GW,同比增长16%。

图表19: 硅太阳能电池发电原理



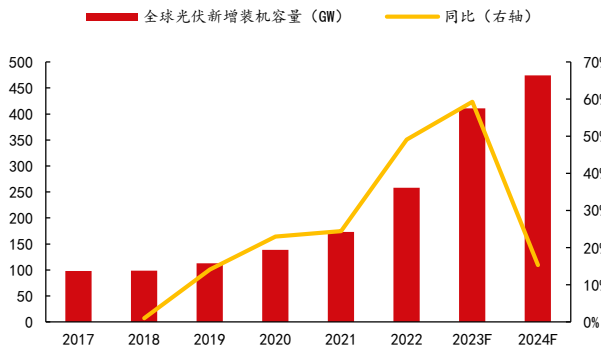
资料来源: 帝科股份招股书, 国联证券研究所

图表20: 光伏用银量快速上升



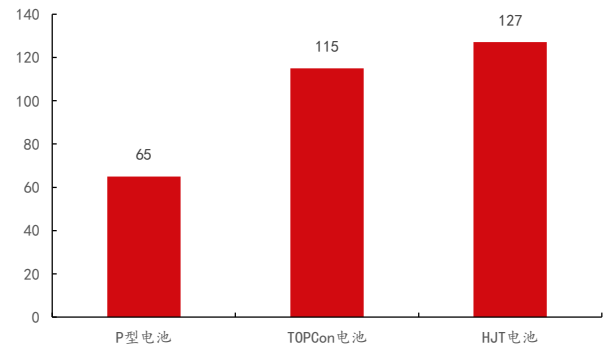
资料来源: 世界白银协会, 国联证券研究所

图表21: 全球光伏装机容量预测



资料来源: 集邦咨询, 国联证券研究所

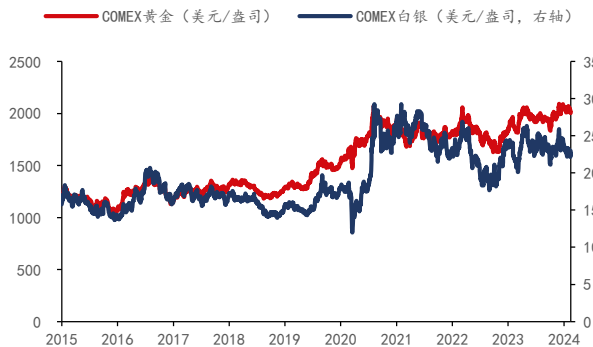
图表22: 2022年各技术路线电池的正银耗量 (mg/片)



资料来源: 中国光伏行业协会, 国联证券研究所

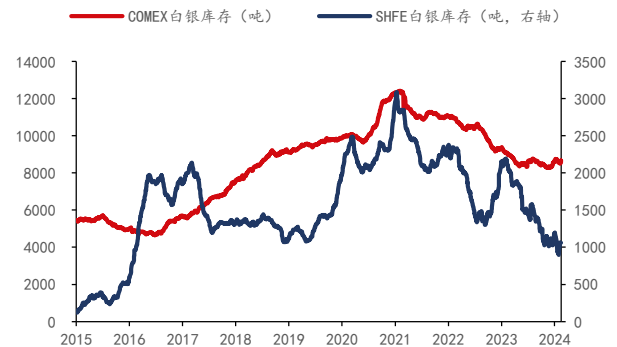
美联储降息周期银价具备更大向上弹性。白银由于其市场规模较小, 趋势上跟随黄金, 但价格波动更大。且自2021年来, 由于清洁能源行业的蓬勃发展, 拉动白银需求。国内外交易所白银库存持续下降, 从而为价格上涨提供弹性。

图表23: 金银走势基本同步



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表24: 2021年来交易所白银库存持续下降



资料来源: Wind, 国联证券研究所

金银比有望回归。2022 年来，受美联储激进加息影响，白银价格表现明显弱于黄金，推动金银比上涨。随着海外主要经济体货币政策陆续进入降息周期，清洁能源特别是光伏领域用银需求上涨，行业低库存现状再加上当前金银比值处于高位，我们认为，白银价格存在补涨需求，从而带动金银比阶段性回落。

4. 风险提示

美国经济表现超预期。若美国经济表现仍维持强势，美元指数与美债收益率继续走高，对白银不利。

美联储鹰派政策立场超预期。若美联储维持鹰派政策立场或者降息力度低于预期，实际利率上行，对白银不利。

光伏行业发展不及预期。若全球光伏新增装机容量不及预期，降低白银消耗，对白银不利。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼